BANK OF CANADA

MONETARY POLICY REPORT UPDATE

– July 2004 –

This text is a commentary of the Governing Council of the Bank of Canada. It presents the Bank's updated outlook based on information received up to 20 July 2004.

Since the April *Monetary Policy Report*, three developments have led the Bank of Canada to make small modifications to its outlook for economic growth and inflation in Canada.

First, economic growth in the first half of 2004 is now estimated to be somewhat higher than projected in April because of stronger foreign and final domestic demand for Canadian products. This, combined with a small upward revision to GDP data for 2003, implies somewhat less excess supply at mid-year than had been anticipated.

Second, world oil prices have been higher than expected. This has led the Bank to raise its projection for total CPI inflation over the next few quarters, but is not expected to have any significant effect on the path of core inflation. While higher oil prices will tend to dampen growth in the United States and the major overseas economies relative to earlier projections, the overall growth of output in Canada is unlikely to be appreciably affected.

Third, recent indicators point to some slowing in economic growth in the United States for reasons other than the effect of higher oil prices.

When all of these factors are taken into account, the Bank expects economic growth in Canada to be about 2 3/4 per cent in 2004, on an average annual basis—unchanged from the April *Report*—and 3 1/2 per cent in 2005—slightly lower than in the April *Report*.

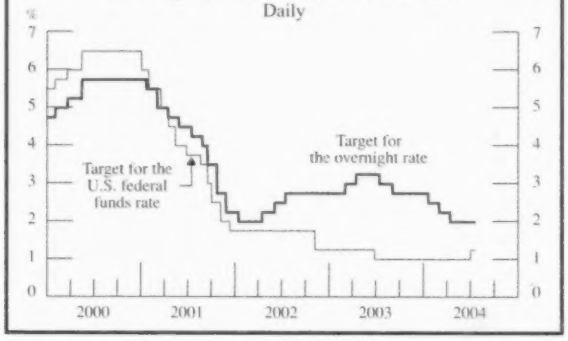
Highlights

- The Bank's outlook for economic growth and core inflation in Canada is little changed from the April *Monetary Policy Report*.
- The Canadian economy is judged to be operating slightly closer to full capacity than was anticipated in April and is now expected to reach its production potential by mid-2005.
- Core CPI inflation is still projected to move back up to 2 per cent by the end of 2005.
- The short-term projection for total CPI inflation has been raised to reflect higher-than-expected world oil prices.
- Monetary stimulus will have to be removed to avoid a buildup of inflation pressures. The pace of the withdrawal will depend on the evolving prospects for inflation and for capacity pressures.

On a fourth-quarter-to-fourth-quarter basis, the Bank's projection calls for growth of about 3 1/2 per cent in 2004—higher than expected in April owing to a stronger first half—and 3 1/4 per cent in 2005—lower than projected in April. This outlook implies that the output gap would close by mid-2005, with core inflation moving back up to 2 per cent by the end of 2005.

Against this background, the Bank held its target overnight rate unchanged at 2 per cent on 20 July (Chart 1). Experience tells us, however, that as economies approach their production capacity, monetary stimulus must be removed to avoid a buildup of inflation pressures. Indeed, market interest rates, in Canada and elsewhere, incorporate expectations of such adjustment to policy interest rates. The timing and magnitude of rate increases will clearly vary according to each country's economic circumstances.

Chart 1
Target for the Overnight Rate and Target for the U.S. Federal Funds Rate
Daily



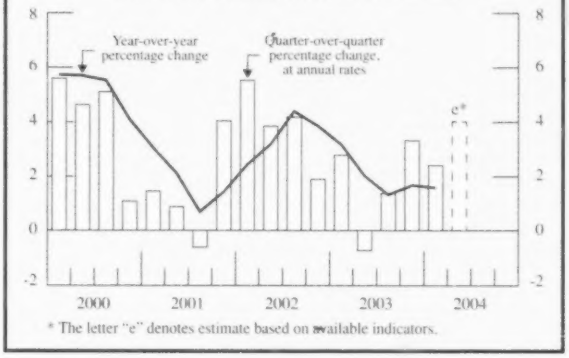
In Canada, the withdrawal of monetary stimulus will depend on the evolving prospects for inflation and for pressures on capacity. Three factors will play a particularly important role in this respect. The first is the assessment of the size of the output gap. The second is the future growth of Canadian exports and imports, which is particularly uncertain because of the ongoing adjustments to global changes and the recent patterns in trade growth. The third is the overall effect on the Canadian economy of current and future movements in the world prices of oil and non-energy commodities. In addition to these three factors, there continue to be heightened geopolitical concerns.

Overview of Recent Economic and Financial Developments

The global economic recovery is advancing, with strong growth in the United States, Japan, and the emerging Asian economies—especially China—in the first quarter of 2004. Although growth in Canada's real GDP slowed to 2.4 per cent in the first quarter of 2004 as a result of a marked inventory correction, it is expected to have strengthened to about 4 per cent in the second quarter (Charts 2 and 3). Thus, economic growth in the first half of this year is estimated to be around 3 1/4 per cent, somewhat higher than projected in the April *Report*, with increases in both final domestic demand and exports being stronger than anticipated.

Combined with a small upward revision to Canadian real GDP data for 2003,[1]

Chart 2
Real Gross Domestic Product for Canada

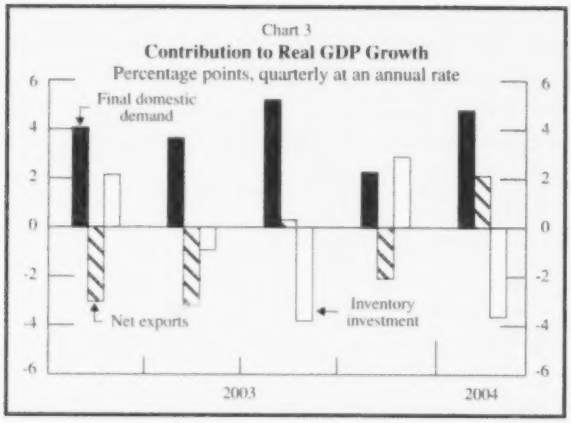


* The letter "e" denotes estimate based on available indicators.

1. Statistics Canada's estimate of real growth for 2003, on an average annual basis, was revised up to 2.0 per cent from an initial estimate of 1.7 per cent.

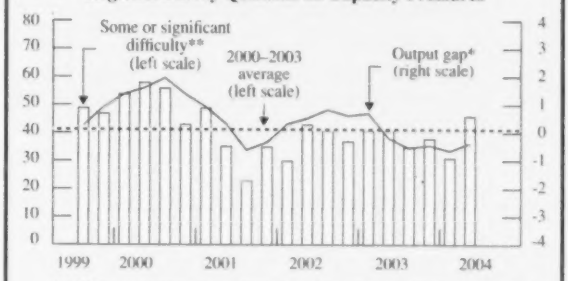
104-06366/

Chart 3
Contribution to Real GDP Growth
Percentage points, quarterly at an annual rate



this outlook implies a somewhat smaller output gap at mid-year than was projected in the last *Report*. While recognizing that there is a wide confidence interval around any estimate of the output gap, the Bank judges that its conventional measure provides a balanced assessment of excess supply (Chart 4). Product market indicators suggest greater pressure on capacity. For example, in the Bank's latest *Business Outlook Survey*, the proportion of firms reporting pressures on capacity rose above the 2000–2003 average (Chart 5). On the other hand, some labour market indicators point to less pressure on capacity. Hours worked are below trend, and wage increases remain moderate.

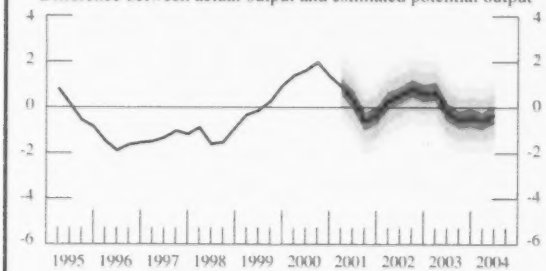
Chart 5
Estimated Output Gap and Response to Regional Survey Question on Capacity Pressures



* Difference between actual output and estimated potential output. Note that the estimate for the second quarter of 2004 is based on a projected rise in output of 4 per cent (at annual rates) for the quarter.
** Percentage of firms indicating that they would have either some or significant difficulty meeting an unanticipated increase in demand/sales.

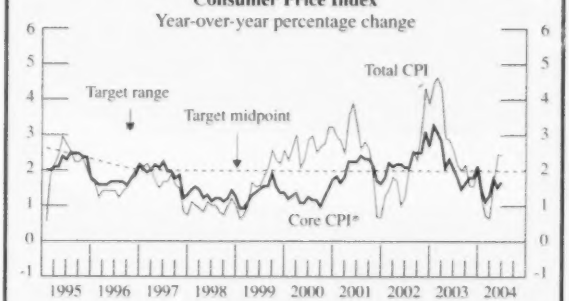
Core inflation moved up from 1.1 per cent in February to 1.7 per cent in June (Chart 6). This is higher than projected in the last *Report*, owing partly to unanticipated delays in reductions to auto insurance premiums and larger-than-expected increases in prices for motor vehicles and meat. At the same time, unexpectedly high prices for crude oil, together with unusually tight conditions in North American gasoline markets, led to a sharp rise in total CPI inflation. The 12-month rate of increase in the total CPI was 2.5 per cent in June, up from 0.7 per cent in February.

Chart 4
Estimated Output Gap*
Difference between actual output and estimated potential output



* The shading around the values of the estimated output gap shows (from darkest to lightest) confidence intervals of 25 per cent, 50 per cent, 75 per cent, and 95 per cent.
Note: The estimate for the second quarter of 2004 is based on a projection of 4 per cent growth for the quarter.

Chart 6
Consumer Price Index
Year-over-year percentage change



* CPI excluding the eight most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

Adjusting to Global Change

Canadian producers continue to adjust to developments in the global economy—substantially stronger world demand, higher commodity prices, and the realignment of the U.S. dollar against most major currencies, including the Canadian dollar.

After rising to a 10-year peak of 78.85 cents against the U.S. dollar in January, the Canadian dollar moved down to a low of 71.41 cents U.S. in mid-May. Since early June, the dollar has generally been trading in a range between 73.5 cents U.S. and 76.5 cents U.S.

These developments, and their implications for the demand for Canadian goods and services, are leading to shifts in activity and employment among sectors and to major adjustments by many firms. In particular, many firms in industries with a high exposure to international trade have focused on improving productivity and reducing costs.

Between December 2003 and April 2004, output growth in Canada continued to be particularly strong in sectors with a low exposure to foreign competition. In recent months, however, exports have also surged. It thus seems likely that even industries highly exposed to international trade could see significant increases in their output over the near term, owing to robust global economic growth. Indeed, the Bank's latest *Business Outlook Survey* suggests that firms are now more confident about sales prospects over the next 12 months, both domestically and abroad. However, the adjustment to developments in the global economy is not completed.

Moreover, it has been unusually difficult recently to explain the movements in the volumes of both exports and imports in terms of their underlying fundamentals. At mid-2003, the levels of both exports and imports appeared to be well below what their historical relationships with real income and relative prices would have suggested. Since then, exports seem to have regained lost ground, while imports have recouped only a small portion. These puzzling developments, together with the substantial revisions to these data, make it difficult to predict the future contribution of net exports to GDP growth.

Economic Prospects

Recent data point to some slowing of growth in the United States. In its base-case outlook, the Bank now expects U.S. real GDP to grow by about 4 1/2 per cent in 2004 and 4 1/4 per cent in 2005. Although lower than projected in the April *Report*, this still represents a solid performance led by robust business and consumer spending. While near-term prospects are improving in the euro-zone countries, the risk of slightly weaker growth over the next two years relative to that assumed in the April *Report* has increased. In Japan, however, prospects for a sustained recovery are now firmer. Asia's strengthening economies will continue to support the global economic upswing, so long as China manages a smooth return to a path of sustainable growth.

Consistent with the global growth profile and the expectations of financial markets, this projection also assumes rising international interest rates to moderate inflation pressures as output levels in various countries approach production capacity.

In the past several months, world oil prices have been significantly higher than expected, reflecting strong global demand for oil and heightened tensions in the Middle East. The Bank's projection assumes that the West Texas Intermediate (WTI) price will average about US$38 per barrel in the second half of 2004 (about US$6 more than assumed in the last *Report*), before easing to US$35 per barrel by the second half of next year.[2]

2. Oil prices have been volatile in recent weeks. Spot and forward prices on 20 July were somewhat higher than assumed in the Bank's current projection.

In Canada, economic growth through to the end of 2005 is expected to come primarily from domestic demand (Table 1).

Table 1
Contributions to Annual Real GDP Growth[1]

	2003	2004	2005
Consumption	1.8	1.8 *(1.3)*	1.8 *(2.1)*
Housing	0.4	0.5 *(0.3)*	0.0 *(0.1)*
Government	0.9	0.5 *(0.5)*	0.7 *(0.7)*
Business fixed investment	0.4	0.7 *(0.7)*	0.9 *(0.9)*
Subtotal: Final domestic demand	3.5	3.5 *(2.8)*	3.4 *(3.8)*
Exports	-0.9	2.3 *(2.1)*	1.6 *(2.1)*
Imports	-1.4	-2.4 *(-2.1)*	-1.9 *(-2.2)*
Subtotal: Net exports	-2.3	-0.1 *(0)*	-0.3 *(-0.1)*
Inventories	0.8	-0.7 *(-0.1)*	0.4 *(0.1)*
GDP	2.0 *(1.7)*	2.7 *(2.7)*	3.5 *(3.8)*

1. Figures in parentheses are estimates used for the scenario in the April *Report*.

While strong foreign demand implies further gains in exports, despite the ongoing dampening influence of the past appreciation of the Canadian dollar, this is likely to be more than offset by faster growth in imports. Solid growth in consumer spending should be sustained by advances in real incomes. Housing expenditures are projected to slow down, however, following a period of intense activity. Business investment should continue to benefit from strong global growth, high commodity prices, favourable financial conditions, and lower prices for imported machinery and equipment.

The projection assumes that governments will maintain fiscal balance by keeping growth in spending in line with growth in revenues.

The higher world oil prices assumed in this outlook will tend to reduce demand for Canadian exports and increase production costs for Canadian firms. But they should also lead to some increase in output and capital spending by energy-producing companies. Hence, the net effect on Canadian GDP is expected to be close to zero.

The Bank's base-case projection calls for real GDP growth in Canada to average about 3 1/2 per cent in both the second half of 2004 and the first half of 2005, before easing to 3 per cent (the estimated rate of growth of potential output) in the second half.[3] In terms of annual averages, this implies GDP growth of about 2 3/4 per cent in 2004 and 3 1/2 per cent in 2005. The growth projection for 2005 is lower than that in the April *Report*, owing partly to the weaker U.S. outlook and partly to an anticipated slowing in household expenditures on durables and housing following their recent rapid expansion. With this growth profile, the Canadian economy is now expected to reach its production potential by mid-2005.

The Outlook for Inflation

The Bank's near-term outlook for core inflation is little changed from the April *Report*, since the recent surprises to core inflation are largely attributed to temporary influences. Core inflation is projected to remain just above 1.5 per cent for the rest of 2004, before gradually moving up to the 2 per cent target by the end of 2005 (Table 2).

The presence of excess supply until mid-2005 should keep core inflation below longer-run inflation expectations of 2 per cent

3. Quarter-to-quarter movements in GDP could be influenced by fluctuations in inventory investment.

Table 2
Projection for Core and Total CPI Inflation
Year-over-year percentage change*

	2004			2005		2006
	Q2	Q3	Q4	H1	H2	H1
Core inflation	**1.7** *(1.4)*	**1.7** *(1.6)*	**1.6** *(1.6)*	**1.8** *(1.7)*	**1.9** *(1.9)*	**2.0**
Total CPI	**2.2** *(1.7)*	**2.2** *(1.7)*	**2.2** *(1.7)*	**1.8** *(1.6)*	**1.6** *(1.7)*	**1.7**
WTI** (level)	**38** *(33)*	**38** *(32)*	**38** *(32)*	**36** *(32)*	**35** *(30)*	**33**

* Figures in parentheses are from the April *Monetary Policy Report*.
** Assumption for the price of West Texas Intermediate crude oil (US$ per barrel)

through to the end of 2005. The earlier appreciation of the Canadian dollar is also expected to continue to exert a small amount of downward pressure on core inflation over the remainder of 2004.

The outlook for the 12-month rate of increase in the total CPI will continue to be crucially affected by developments in the markets for crude oil. Given the outlook for the WTI price of oil, total CPI inflation is likely to remain above 2 per cent for the rest of this year, before falling slightly below core inflation in the second half of 2005.

Copies of the *Monetary Policy Report* and the *Update* can be obtained by contacting the Bank at:

Telephone: (613) 782-8248; e-mail: publications@bankofcanada.ca
Web site: http://www.bankofcanada.ca

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

MISE À JOUR

– juillet 2004 –

Le présent commentaire émane du Conseil de direction de la Banque du Canada. Il renferme une mise à jour du point de vue de la Banque sur les perspectives économiques, fondée sur l'information reçue au 20 juillet 2004.

Depuis la parution de la livraison d'avril du *Rapport sur la politique monétaire*, la Banque du Canada a été amenée à modifier légèrement ses prévisions en matière d'expansion économique et d'inflation au pays en raison de trois facteurs.

Premièrement, on estime maintenant que le taux de croissance au premier semestre de 2004 a quelque peu dépassé le chiffre avancé en avril, par suite du renforcement de la demande intérieure finale et de la demande étrangère de produits canadiens. Cette estimation, conjuguée à une modeste révision à la hausse apportée aux données du PIB pour 2003, donne à penser que l'offre excédentaire au milieu de 2003 est un peu moins importante que prévu.

Deuxièmement, les prix mondiaux du pétrole ont été supérieurs aux projections. La Banque s'attend donc à ce que le taux d'accroissement de l'IPC global soit plus élevé au cours des prochains trimestres, mais elle ne croit pas que cette augmentation se répercutera de manière sensible sur la trajectoire de l'inflation mesurée par l'indice de référence. Le renchérissement du pétrole aura tendance à ralentir l'activité aux États-Unis et dans les grands pays d'outre-mer par rapport aux prévisions antérieures, mais il est peu probable que la croissance globale de la production au Canada s'en ressente beaucoup.

Faits saillants

- Les prévisions de la Banque relatives à l'expansion économique au pays et à l'inflation mesurée par l'indice de référence ont peu changé depuis la parution de la livraison d'avril du *Rapport sur la politique monétaire*.
- On estime que l'économie canadienne tourne légèrement plus près des limites de sa capacité qu'on ne le pensait en avril et l'on s'attend maintenant à ce qu'elle atteigne son plein potentiel d'ici le milieu de 2005.
- La Banque juge encore que l'inflation mesurée par l'indice de référence remontera à la cible de 2 % avant la fin de l'an prochain.
- Les projections à court terme concernant le taux d'accroissement de l'IPC global ont été revues à la hausse pour tenir compte du niveau plus élevé que prévu des cours mondiaux du pétrole.
- Il faudra réduire le degré de détente monétaire afin de prévenir une intensification des pressions inflationnistes. Le rythme de la réduction dépendra des perspectives quant à l'inflation et aux pressions exercées sur l'appareil de production.

Troisièmement, les indicateurs récents laissent entrevoir un certain tassement de l'économie américaine pour des raisons autres que l'effet de la montée des prix du pétrole.

Compte tenu de tous ces facteurs, la Banque s'attend maintenant à ce que la croissance au Canada se situe en moyenne annuelle aux environs de 2 3/4 % en 2004 — soit le même niveau que celui anticipé dans le *Rapport* d'avril — et de 3 1/2 % en 2005 — soit un niveau légèrement inférieur à celui présenté en avril.

Mesuré d'un quatrième trimestre à l'autre, le rythme d'expansion avoisinerait 3 1/2 % cette année — en hausse par rapport aux prévisions d'avril en raison du dynamisme de l'économie canadienne au premier semestre — et 3 1/4 % l'an prochain — en baisse par rapport aux chiffres d'avril. Cette projection suppose que l'écart de production se résorbera d'ici le milieu de 2005 et que l'inflation mesurée par l'indice de référence remontera à 2 % avant la fin de l'année prochaine.

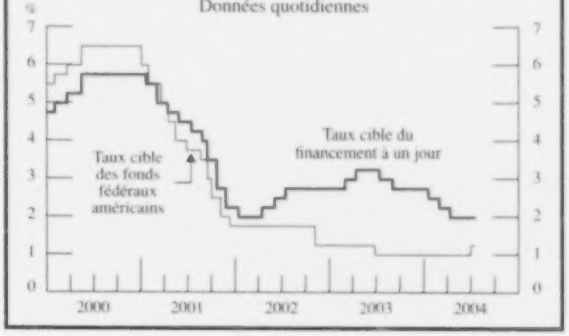
Dans ce contexte, la Banque a maintenu le taux cible du financement à un jour à 2 % le 20 juillet (Graphique 1). On sait néanmoins par expérience qu'à mesure qu'une économie approche des limites de sa capacité de production, il est nécessaire de réduire le degré de détente monétaire afin d'éviter une intensification des pressions inflationnistes. De fait, les taux d'intérêt pratiqués sur les marchés, au Canada et ailleurs, reflètent les attentes d'un rajustement des taux directeurs. Le moment et l'ampleur des majorations de taux varieront bien évidemment selon la conjoncture économique de chaque pays.

Au Canada, la réduction de la détente monétaire dépendra de l'évolution des perspectives concernant l'inflation et les pressions s'exerçant sur l'appareil de production. Trois facteurs joueront un rôle particulièrement important à cet égard. Le premier est la taille estimée de l'écart de production. Le deuxième est la progression future des exportations et des importations canadiennes, qu'il est difficile de prédire vu les ajustements en cours à la conjoncture internationale et le profil récent de croissance des échanges commerciaux. Le troisième est l'incidence générale sur l'économie canadienne des variations actuelles et futures des cours mondiaux du pétrole et des produits de base non énergétiques. Outre ces trois facteurs, les préoccupations liées au contexte géopolitique demeurent vives.

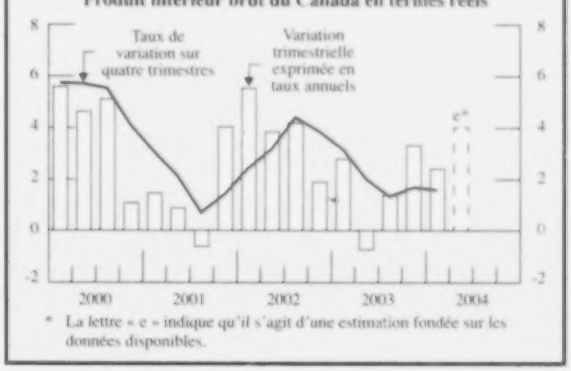
Vue d'ensemble de l'évolution économique et financière récente

La reprise de l'activité économique mondiale se poursuit, une expansion vigoureuse ayant été enregistrée aux États-Unis, au Japon et dans les pays à marché émergent d'Asie — en particulier la Chine — au premier trimestre de 2004. Au Canada, le rythme de progression du PIB réel a ralenti pour s'établir à 2,4 % durant cette période, sous l'effet d'une importante correction des stocks, mais on s'attend à ce qu'il ait remonté à environ 4 % au second trimestre (Graphiques 2 et 3). La Banque estime donc que le taux de croissance au premier semestre de 2004 s'est situé aux alentours de 3 1/4 %,

Graphique 1
Taux cible du financement à un jour et taux cible des fonds fédéraux américains
Données quotidiennes

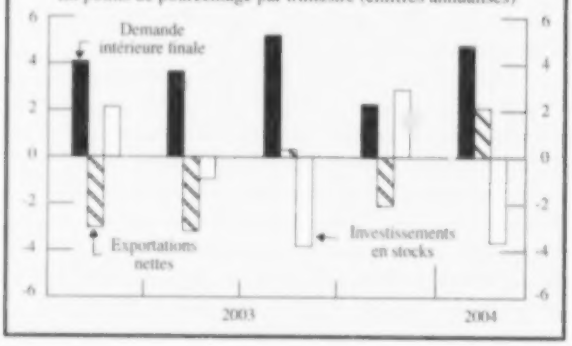


Graphique 2
Produit intérieur brut du Canada en termes réels



* La lettre « e » indique qu'il s'agit d'une estimation fondée sur les données disponibles.

Graphique 3
Contribution à la croissance du PIB réel
En points de pourcentage par trimestre (chiffres annualisés)

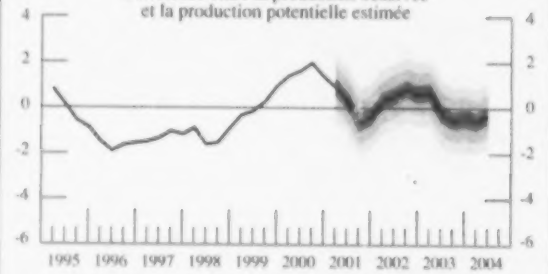


un niveau quelque peu supérieur à celui anticipé dans le *Rapport* d'avril, et que le raffermissement de la demande intérieure finale aussi bien que des exportations a été plus prononcé que prévu.

Conjuguée à une modeste révision à la hausse des chiffres du PIB réel du Canada pour 2003[1], cette projection implique un écart de production un peu plus faible au milieu de l'année que celui qui était projeté dans la précédente livraison du *Rapport*. Même si elle reconnaît que toute mesure de l'écart de production est entourée d'un large intervalle de confiance, la Banque considère que celle qu'elle utilise habituellement fournit une appréciation équilibrée de l'offre excédentaire (Graphique 4). Les indicateurs du marché des biens font état d'une intensification des pressions exercées sur l'appareil de production. Par exemple, dans la dernière enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises, dont les résultats viennent d'être publiés, la proportion des firmes ayant signalé que des pressions se faisaient sentir sur leur capacité de production a excédé la moyenne observée de 2000 à 2003 (Graphique 5). Par contre, certains indicateurs du marché du travail témoignent d'une diminution des pressions sur les capacités de l'économie. Le nombre d'heures travaillées est inférieur au niveau tendanciel et les majorations de salaire restent modérées.

1. Statistique Canada a révisé à la hausse le niveau estimé du taux de croissance réel pour l'année 2003, qui se situe maintenant à 2,0 % en moyenne annuelle, contre 1,7 % initialement.

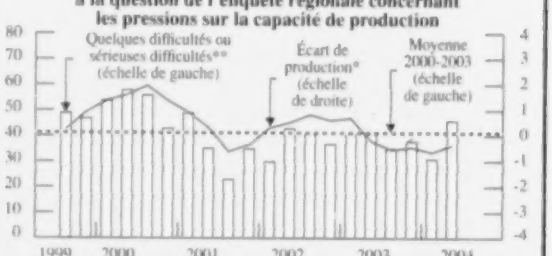
Graphique 4
Estimation de l'écart de production*
Différence entre la production observée et la production potentielle estimée



* Les zones ombrées autour des valeurs estimées de l'écart de production représentent (des plus foncées aux plus pâles) des intervalles de confiance à 25 %, 50 %, 75 % et 95 %.
Nota : La valeur estimative de l'écart pour le deuxième trimestre de 2004 se fonde sur une croissance prévue de 4 % pour ce trimestre.

L'inflation mesurée par l'indice de référence est passée de 1,1 % en février à 1,7 % en juin (Graphique 6), soit au-dessus du niveau que la Banque entrevoyait dans le *Rapport* d'avril — ce qui s'explique en partie par une réduction des primes d'assurance automobile plus lente que prévu à se matérialiser, ainsi que par des hausses des prix des voitures et de la viande ayant dépassé les prévisions. Parallèlement, l'inflation mesurée par l'IPC global a vivement augmenté, en raison du niveau inattendu qu'ont atteint les prix du pétrole brut et de la situation anormalement tendue sur les marchés nord-américains de l'essence. Le taux d'accroissement sur 12 mois de l'IPC

Graphique 5
Estimation de l'écart de production et réponse à la question de l'enquête régionale concernant les pressions sur la capacité de production

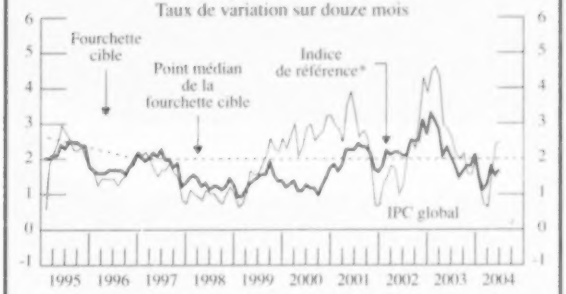

Quelques difficultés ou sérieuses difficultés** (échelle de gauche)
Écart de production* (échelle de droite)
Moyenne 2000-2003 (échelle de gauche)
1999 2000 2001 2002 2003 2004

* Différence entre la production observée et la production potentielle estimée. Il convient de noter que la valeur estimée pour le deuxième trimestre de 2004 se fonde sur une croissance prévue de la production de 4 % (en rythme annuel) pour ce trimestre.
** Pourcentage d'entreprises ayant indiqué qu'elles auraient quelques difficultés ou de sérieuses difficultés à répondre à une hausse inattendue de la demande ou des ventes

Graphique 6

Indice des prix à la consommation

Taux de variation sur douze mois



* Indice excluant les huit composantes les plus volatiles de l'IPC et l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes

global s'est établi à 2,5 % en juin, comparativement à 0,7 % en février.

L'ajustement à la conjoncture internationale

Les producteurs canadiens continuent de s'ajuster à l'évolution de la conjoncture internationale, notamment au net raffermissement de la demande mondiale, au renchérissement des produits de base ainsi qu'au réalignement du dollar É.-U. vis-à-vis de la plupart des grandes monnaies, dont le dollar canadien.

Après avoir culminé à 78,85 cents É.-U. par rapport au billet vert en janvier (un sommet en dix ans), le cours du dollar canadien a touché un creux de 71,41 cents à la mi-mai. Depuis le début de juin, il varie généralement dans une fourchette de 73,5 à 76,5 cents É.-U.

Ces changements, ainsi que les retombées qu'ils ont sur la demande de biens et de services canadiens, entraînent un déplacement de l'activité et de l'emploi entre les secteurs et obligent de nombreuses entreprises à se livrer à des ajustements majeurs. Ainsi, beaucoup de celles appartenant à des secteurs très ouverts au commerce international se sont attachées à améliorer leur productivité et à réduire leurs coûts.

De décembre 2003 à avril 2004, l'avance de la production au Canada est demeurée particulièrement forte dans les secteurs peu exposés à la concurrence étrangère. Au cours des derniers mois, cependant, les exportations ont aussi vivement progressé. Ainsi, il paraît probable que même les secteurs très ouverts au commerce international pourraient accroître sensiblement leur production à court terme, en raison de la vigueur de l'expansion économique mondiale. D'ailleurs, les résultats de la dernière enquête menée par la Banque auprès des entreprises indiquent que celles-ci envisagent maintenant avec plus d'optimisme la croissance de leurs ventes au cours des 12 prochains mois, tant au pays qu'à l'étranger. Toutefois, l'ajustement de l'économie canadienne à la conjoncture internationale n'est pas terminé.

En outre, il est exceptionnellement difficile, depuis quelque temps, d'expliquer les mouvements du volume des exportations et des importations en se fondant sur leurs déterminants fondamentaux. Au milieu de 2003, les niveaux des exportations aussi bien que des importations semblaient se situer bien en deçà de ce que les relations habituellement observées entre ceux-ci, d'une part, et le revenu réel et les prix relatifs, d'autre part, auraient pu laisser croire. Depuis, les exportations ont apparemment regagné le terrain perdu, tandis que le niveau des importations ne s'est que très partiellement rétabli. Compte tenu de cette évolution inusitée et des révisions substantielles auxquelles ces données sont sujettes, il est malaisé de prédire dans quelle mesure les exportations nettes contribueront à l'expansion du PIB réel au cours de la période à venir.

Les perspectives économiques

Les données récentes indiquent un ralentissement de la croissance aux États-Unis. Dans son scénario de référence, la Banque s'attend maintenant à ce que le PIB réel de ce pays s'accroisse d'environ 4 1/2 % en 2004 et 4 1/4 % en 2005. Quoiqu'ils soient inférieurs à ceux contenus dans le *Rapport* d'avril, ces chiffres représentent une solide croissance, soutenue par des dépenses robustes de la part des entreprises et des ménages. Si les perspectives à court terme s'améliorent dans les pays de la zone euro, le risque que le taux d'expansion au cours des deux prochaines années s'établisse

légèrement en deçà de celui prévu dans la livraison d'avril du *Rapport* s'est accentué. Au Japon, en revanche, les perspectives d'une reprise durable se sont renforcées. La vigueur des économies d'Asie continuera de favoriser le redressement de l'économie mondiale, à condition que la Chine réussisse l'atterrissage en douceur de son économie, dont le rythme de croissance actuel n'est pas viable.

Conformément au profil de croissance de l'économie mondiale et aux attentes des marchés financiers, la projection de la Banque repose aussi sur l'hypothèse que les taux d'intérêt vont augmenter dans le monde afin de modérer les pressions inflationnistes à mesure que les différents pays s'approcheront des limites de leur capacité de production.

Depuis quelques mois, les cours mondiaux du pétrole sont beaucoup plus élevés qu'escompté, par suite de la forte demande de pétrole à l'échelle internationale et des tensions accrues au Moyen-Orient. Dans son scénario, la Banque présume que le prix du baril de West Texas Intermediate se situera en moyenne aux alentours de 38 dollars É.-U. au second semestre de 2004 (soit environ 6 dollars É.-U. de plus qu'on ne le supposait en avril), avant de redescendre à 35 dollars É.-U. dans la deuxième moitié de l'an prochain[2].

On estime que l'expansion de l'économie canadienne d'ici la fin de 2005 proviendra surtout de la demande intérieure (Tableau 1).

Même si la forte demande étrangère implique de nouveaux gains au chapitre des exportations, malgré l'effet modérateur persistant de l'appréciation passée du dollar canadien, il est probable que ces gains seront largement compensés par une accélération du rythme des importations. La croissance vigoureuse des dépenses de consommation devrait être alimentée par la progression des revenus réels. Les dépenses en logement devraient toutefois se ralentir, après une période d'intense activité. On s'attend à ce que les investissements des entreprises continuent de profiter de la solide expansion de l'économie mondiale, des prix élevés des produits de base, des conditions financières favorables et de la diminution des coûts des machines et du matériel importés.

Tableau 1
Contributions à la croissance annuelle du PIB réel[1]

	2003	2004	2005
Consommation	1,8	1,8 *(1,3)*	1,8 *(2,1)*
Logement	0,4	0,5 *(0,3)*	0,0 *(0,1)*
Administrations publiques	0,9	0,5 *(0,5)*	0,7 *(0,7)*
Investissements fixes des entreprises	0,4	0,7 *(0,7)*	0,9 *(0,9)*
Total partiel : demande intérieure finale	3,5	3,5 *(2,8)*	3,4 *(3,8)*
Exportations	-0,9	2,3 *(2,1)*	1,6 *(2,1)*
Importations	-1,4	-2,4 *(-2,1)*	-1,9 *(-2,2)*
Total partiel : exportations nettes	-2,3	-0,1 *(0)*	-0,3 *(-0,1)*
Stocks	0,8	-0,7 *(-0,1)*	0,4 *(0,1)*
PIB	2,0 *(1,7)*	2,7 *(2,7)*	3,5 *(3,8)*

1. Les chiffres entre parenthèses correspondent aux estimations utilisées dans le scénario du *Rapport* d'avril.

Dans sa projection, la Banque postule que les administrations publiques maintiendront l'équilibre budgétaire en faisant progresser leurs dépenses à la même cadence que leurs recettes.

Le niveau plus élevé des cours mondiaux du pétrole supposé par la Banque aura tendance à réduire la demande extérieure de produits canadiens et à faire augmenter les coûts de production des entreprises au pays. En revanche, il devrait aussi entraîner une hausse de la production et des dépenses d'investissement des sociétés productrices d'énergie. Par conséquent, l'effet net sur le PIB canadien devrait être à peu près nul.

2. Les cours du pétrole ont été volatils ces dernières semaines. Les prix au comptant et à terme dépassaient quelque peu le 20 juillet les niveaux que la Banque prend pour hypothèse dans le présent scénario.

Dans son scénario de référence, la Banque prévoit que le PIB réel du Canada progressera en moyenne de quelque 3 1/2 % au second semestre de 2004 et au premier semestre de 2005, avant de redescendre à 3 % (soit le taux de croissance estimé de la production potentielle) au deuxième semestre[3]. En moyenne annuelle, le taux d'augmentation du PIB devrait donc avoisiner 2 3/4 % en 2004 et 3 1/2 % en 2005. Les prévisions de croissance pour l'an prochain sont inférieures à celles formulées en avril, en raison notamment de la révision à la baisse des perspectives aux États-Unis et du ralentissement escompté des dépenses des ménages consacrées aux biens durables et au logement, après la rapide expansion que celles-ci ont connue récemment. Selon ce profil de croissance, on s'attend maintenant à ce que l'économie canadienne atteigne son plein potentiel d'ici le milieu de 2005.

Les perspectives en matière d'inflation

Les perspectives d'évolution à court terme de l'inflation mesurée par l'indice de référence ont peu changé depuis la parution de la livraison d'avril du *Rapport*, la montée imprévue de l'inflation mesurée par l'indice de référence ces derniers temps étant surtout attribuable à des facteurs temporaires. Le taux d'augmentation de l'indice de référence devrait rester un peu au-dessus de 1,5 % jusqu'à la fin de 2004, puis remonter progressivement à la cible de 2 % avant la fin de 2005 (Tableau 2).

La présence de capacités excédentaires d'ici le milieu de l'année prochaine contribuera sans doute à maintenir jusqu'à la fin de 2005 l'inflation mesurée par l'indice de référence en deçà du taux de 2 % attendu à long terme. L'appréciation passée du dollar canadien devrait aussi continuer à exercer de faibles pressions à la baisse sur cette mesure de l'inflation durant le reste de 2004.

Les perspectives concernant le taux d'accroissement sur 12 mois de l'IPC global seront influencées encore dans une large mesure par le comportement des cours du pétrole brut. Étant donné les perspectives d'évolution du prix du baril de West Texas Intermediate, le rythme d'augmentation de l'IPC global devrait demeurer supérieur à 2 % pendant le reste de l'année, avant de descendre légèrement sous celui de l'indice de référence au second semestre de 2005.

Tableau 2
Projections concernant l'inflation mesurée par l'indice de référence et l'IPC global
Taux de variation sur quatre trimestres*

	2004			2005		2006
	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er sem.	2e sem.	1er sem.
Indice de référence	**1,7** *(1,4)*	**1,7** *(1,6)*	**1,6** *(1,6)*	**1,8** *(1,7)*	**1,9** *(1,9)*	**2,0**
IPC global	**2,2** *(1,7)*	**2,2** *(1,7)*	**2,2** *(1,7)*	**1,8** *(1,6)*	**1,6** *(1,7)*	**1,7**
WTI** (niveau)	**38** *(33)*	**38** *(32)*	**38** *(32)*	**36** *(32)*	**35** *(30)*	**33**

* Les chiffres entre parenthèses sont tirés du *Rapport sur la politique monétaire* paru en avril.
** Hypothèse relative au cours du pétrole brut West Texas Intermediate (en $ É.-U. le baril)

3. Les variations trimestrielles du PIB pourraient être influencées par les fluctuations des investissements en stocks.

Pour recevoir des exemplaires du *Rapport sur la politique monétaire* ou de la *Mise à jour*, veuillez communiquer avec la Banque :

Téléphone : (613) 782-8248; adresse électronique : publications@banqueducanada.ca
Site Web : http://www.banqueducanada.ca